

东方雨虹（002271）：防水龙头三季高增长继续

——2019 年三季报点评

2019 年 10 月 29 日

强烈推荐/维持

东方雨虹

公司报告

报告摘要：

- **事件：**公司发布 2019 年三季报，前三季度共实现营业收入 128.95 亿元，同比增长 38.64%，归母净利 15.66 亿元，同比增长 40.55%，每股收益为 1.05 元。
- **新增产能投产和工程渠道端放量推动公司业绩高增长。**产能方面来看 2019 前三季度公司的各项生产线陆续建成投产，生产能力稳步释放。增加项目主要有 DAW 杭州生产基地项目、濮阳生产基地建设项目、德爱威岳阳云建材生产基地项目等。需求端来看，我们测算 2019 前三季度公司工程短销量增速在 40%以上，对新增产能形成良好的消化，推动公司三季报维持业绩高增态势。
- **防水卷材行业集中度提升，公司综合竞争优势突出看好长期市占率提升。**近年来精装房渗透率和下游地产行业集中度快速提高，同时环保要求提高导致不达标小企业退出市场，推升了防水卷材行业集中度，公司是行业龙头公司，市占率在 9%左右，遥遥领先第二名科顺 2%的市占率，公司综合优势突出，品牌优势越来越明显，公司与万科、恒大、碧桂园、保利、华为和金螳螂等多家知名企业有着长期稳定的战略合作关系，在零售端雨虹防水品牌也深入人心。2019 前三季度研发投入 1.98 亿，同比增长 26.92%，为行业领先水平，并多次获得建材行业科创大奖，蝉联国家技术创新示范企业。公司在全国布局有 17 个生产基地，全面的产能分布可快速满足区域市场需求和降低供货成本，与此同时，公司致力于继续改善经营管理，精简管理人员，设立工程建材集团和民用建材集团统筹 B 端和 C 端市场，总体来看，公司作为防水卷材龙头，综合竞争优势突出并且经营管理能力还在不断提高，我们看好公司在防水卷材行业长期市占率的提升。
- **第三期股权激励计划扩大范围，彰显发展信心共享发展成果。**公司 9 月 20 日发布第三期股权激励计划草案，计划以回购股份和定向发行新股的方式对 2189 人施行股权激励计划，业绩考核目标为 2020 和 2021 年净利润分别不低于 19.13 亿元和 23.91 亿元，2022 和 2023 年净利润在 2019 年的基础上增长分别不低于 72.80%和 107.36%。以我们对公司 2019 年的盈利预测为基础，测算出 2021 到 2023 的同比增速目标分别不低于 24.99%、49.46%和 19.79%，2020 年-2023 年 CAGR 不低于 20%。此次股权激励计划将 2016 年加入公司的合伙人和业务骨干纳入，激励范围大幅扩大且与以往受激励对象重复度低，我们认为第三期股权激励计划的推行彰显了公司长期发展的信心，有利于激发公司员工创业激情，与员工共享发展成果。

■ 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	10,293.0	14,046.	18,667.0	23,016.0	28,172.0
增长率	47.00%	36.50%	32.90%	23.30%	22.40%
净利润（百万）	1,239.00	1,508.0	2,068.00	2,693.00	3,333.00
增长率	20.40%	21.70%	37.10%	30.20%	23.80%
净资产收益率	18.45%	19.09%	20.11%	20.75%	20.43%
每股收益(元)	0.83	1.01	1.39	1.81	2.23
PE	17.00	23.00	17.00	13.00	10.00
PB	3.06	4.40	3.38	2.68	2.13

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是一家集防水材料研发、制造、销售及施工服务于一体的防水系统服务商。为重大基础设施建设、工业建筑和民用、商用建筑提供高品质、完备的防水系统解决方案，包括人民大会堂、鸟巢、水立方、京沪高铁、北京地铁等国家重大项目。与万科、恒大、碧桂园、华为等 200 余家大型房地产商、企业集团建立长期稳定的战略合作关系。

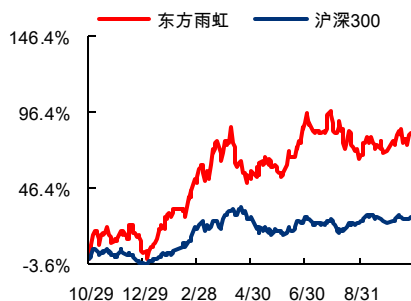
发债及交叉持股介绍：

2017-09-25 发行 18.4 亿元 6 年期可转债

交易数据

52 周股价区间（元）	22.45-12.43
总市值（亿元）	334.97
流通市值（亿元）	227.64
总股本/流通 A 股（万股）	149209/101400
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.57

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

研究助理：韩宇

hanyu_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070045

- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2019 年到 2021 年的 EPS 分别为 1.39 元、1.81 元和 2.23 元，对应 PE 分别为 17 倍、13 倍和 10 倍，考虑到公司综合优势突出，产能集中释放并有效转化为销售，生产基地全国布局降低供货成本，股权激励激发员工创业热情。维持公司为“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**需求增速下降情况超出市场预期。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产合计	9330.63	13952.3	14705.3	24379.6	28102.4	营业收入	10292.9	14045.	18667	23016	28172
货币资金	2423.17	4854.92	5173.72	9206.4	9860.2	营业成本	6409.44	9187.0	12120	14776	17861
应收账款	4281.92	4510.85	4602.82	7566.9	9262.03	营业税金	99.18	121.64	149	184	225
其他应收款	144.14	223.42	296.93	366.11	448.13	营业费用	1180.49	1698.6	2146.7	2715.8	3324.3
预付款项	293.15	376.44	497.64	1236.44	1236.44	管理费用	1047.57	916.98	1493.3	1956.3	2394.6
存货	1508.68	2172.29	2855.67	3481.47	4208.35	财务费用	103.35	192.79	228	99.75	309.8
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值	131.77	62.44	40	40	40
非流动资产合	3986.23	5699.4	5730.41	7039.18	9247.98	公允价值	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收	0	2.82	2.82	2.82	2.82
固定资产	1911.11	3031.86	3321.9	4080.59	6611.7	营业利润	1432.06	1817.5	2492.7	3246.8	4020.1
无形资产	626.37	961.88	865.69	769.5	673.31	营业外收	13.78	14.57	14.78	14.78	14.78
其他非流动资	204.16	672.38	672.4	672.4	672.4	营业外支	9.13	10.38	9.1	9.1	9.1
资产总计	13316.8	19651.7	20435.7	31418.8	37350.4	利润总额	1436.71	1821.7	2498.4	3252.5	4025.7
流动负债合计	4893.02	9910.28	8085.75	16277.7	18774.2	所得税	194.57	310.84	426.23	554.88	686.8
短期借款	1326.65	3713.37	0	7158.7	8455.01	净利润	1242.13	1510.9	2072.2	2697.6	3338.9
应付账款	901.04	3080.89	4383.12	5343.65	6459.32	少数股东	3.3	2.71	3.73	4.86	6.01
预收款项	598.38	819.18	1192.52	1192.52	1192.52	归属母公	1238.84	1508.2	2068.4	2692.7	3332.9
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	1712.94	2274.9	3096.6	3839.6	5026.5
非流动负债合	1529.21	1652.93	1506.98	1504.22	1504.22	EPS (元)	0.83	1.01	1.39	1.81	2.23
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应付债券	1430.29	1504.02	1504.02	1504.02	1504.02						
负债合计	6422.24	11563.2	9592.73	17781.9	20278.4	成长能力					
少数股东权益	179.91	187.75	191.48	196.34	202.35	营业收入	47.04%	36.46%	32.90%	23.30%	22.40%
实收资本 (或	881.85	1492.08	1492.09	1492.09	1492.09	营业利润	30.60%	26.92%	37.15%	30.25%	23.82%
资本公积	1966.26	1377.92	1377.92	1377.92	1377.92	归属于母	20.43%	21.74%	37.15%	30.18%	23.78%
未分配利润	3861.34	5193.17	7200.41	9813.46	13047.7	获利能力					
归属母公司股	6714.72	7900.75	10287.0	12979.7	16312.7	毛利率(%)	37.73%	34.59%	35.07%	35.80%	36.60%
负债和所有者	4197.9	4614.08	5326.55	6669.5	8211.98	净利率(%)	12.04%	10.74%	11.08%	11.70%	11.83%
现金流量	单位:百万元					总资产净		9.33%	7.69%	10.32%	8.71%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	0.1845	19.09%	20.11%	20.75%	20.43%
经营活动现金	81.75	2118.37	3899.81	-128	2513.72	偿债能力					
净利润	1242.13	1510.93	2072.2	2697	3338.98	资产负债	48.23%	58.84%	47.79%	57.44%	55.11%
折旧摊销	177.53	264.61	375.93	493.	696.64	流动比率	1.91	1.41	1.82	1.5	1.5
财务费用	-103.35	-192.79	-228	-99.	-309.8	速动比率	1.6	1.19	1.47	1.28	1.27
应付帐款的变	353.37	2179.85	1302.23	960.	1115.67	营运能力					
预收帐款的变	228.22	220.8	373.34	0	0	总资产周	0.93	0.85	0.93	0.89	0.82
投资活动现金	-1298.6	-1737.0	-359.03	-174	-2846.43	应收账款	2.87	3.19	4.1	3.78	3.35
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款	8.85	4.61	3.25	3.04	3.03
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标					
投资收益	0	2.82	2.82	2.82	2.82	每股收益	0.83	1.01	1.39	1.81	2.23
筹资活动现金	1546.42	2051.1	-3221.9	7056	986.51	每股净现	0.98	1.57	0.21	2.7	0.44
应付债券增加	1430.29	73.73	0	0	0	每股净资	7.61	5.3	6.89	8.7	10.93
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	-0.84	610.23	0.01	0	0	P/E	16.66	23.09	16.83	12.92	10.44
资本公积增加	193.66	-588.34	0	0	0	P/B	3.06	4.4	3.38	2.68	2.13
现金净增加额	329.49	2432.43	318.8	4032	653.8	EV/EBITDA	12.2	15.45	10.05	8.92	6.94

资料来源: wind, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	东方雨虹（002271）：2019 年半年报点评，业绩继续高增长，综合优势突出	2019-08-12
公司	东方雨虹（002271.SZ）：2019 年一季报点评，销量增长超预期，提质增效进入稳健增长长期	2019-04-29
公司	东方雨虹（002271.SZ）：防水龙头稳健发展进入收获期	2019-03-28
公司	东方雨虹（002271.SZ）：2018 年三季报点评，综合优势突出，产能释放带来业绩增长持续	2018-10-22
公司	东方雨虹（002271.SZ）：2018 年半年报点评，品牌、布局和市占率提升驱动成长	2018-08-29
公司	东方雨虹（002271.SZ）：防水龙头增长符合预期	2017-08-23

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 年第 4，2015 年第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年上半年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师，选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。

研究助理简介

研究助理：韩宇

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。